

第 1 章 绪 论

1.1 风险投资概述

1.1.1 风险投资的内涵

风险投资（又称创业投资）有广义和狭义之分。广义的风险投资是指一切开拓性、创造性经济活动的资金投入；狭义的风险投资一般是指对高新技术产业的投资。根据美国全美风险投资协会的定义，风险投资是指由职业金融家对新兴的、迅速发展的、蕴藏着巨大竞争潜力的企业的一种权益性投资。现在所说的风险投资通常是指狭义的概念，它的通常模式是：首先募集风险资本，设立风险投资公司，然后去支持经过严格筛选的有增长潜力但缺少资金的高新技术企业（风险企业），此后，随着风险企业经营规模的扩大，逐渐进入稳定发展阶段，通过将增值后的企业以上市、出售等形式转让，风险投资公司收回投资并得到高额的投资回报，继续进行投资。风险投资活动具有以下几个特征。

（1）风险投资是一种权益投资

风险投资公司选好风险企业后，就开始设计投资结构，即究竟以什么样的形式投入资金。通常情况下，风险投资公司大多以股权的形式进行投入，即风险投资公司用资本换取被投资的风险企业的股份，一般这种投资资本都占到风险企业资本总额的 30% 以上。风险投资以股权的形式进行投资，通常有以下几点好处：一是这种方式有助于投资者和被投资企业的风险和收益紧密结合在一起，这有利于发挥各自的优势；二是有助于风险投资公司以更加合理的身

份参与企业的资金运作和经营管理，有利于企业健康发展；三是保证企业能够得到一种长期资本（一般 3~7 年，在此期间通常还要不断地对有成功希望的项目进行增资），使企业获得稳定的发展。

（2）风险投资的主要目的在于获得资本利得

在资金投入风险企业后，风险投资公司关注的是所投资风险企业的发展潜力和股权增值情况，追逐和期待的是通过风险企业上市或出售实现股权转让，收回投资并赚取资本利得。因此其着眼点并不在于投资对象当前的盈亏，而在于他们的发展前景和资产的增值。风险投资虽然投入的是权益资本，但它们的目的并不是为了获得风险企业的所有权。利用风险投资家们的话说：我们并不想控股，我们要的是企业的增长。这句话道出了风险投资公司的真正目的，他们虽然以权益资本方式投资，但他们最终是要从投资的企业中退出。当然，最理想的是在退出时带走的不仅仅是投入的资本，还有五倍、十倍、百倍的丰厚利润。

（3）风险投资是一种高风险投资

现代意义上的风险投资就是对高风险项目的投资过程，而高风险项目往往具有开拓性和创新性，它主要体现在高新技术领域。风险投资具有很强的选择性，它往往把投资方向瞄准能够创造新产品和新市场的高新技术产业，因为它所能带来的收益绝不是一般意义上的产品，而是具有广阔市场前景、附加值高，甚至改变传统生产、生活和思维方式的产品。由于风险投资支持创新的技术与产品，在技术、市场方面的风险都相当大，其成功率平均只有 20% 左右。高新技术在研究开发阶段的失败率往往高达 80%~90%，即使比较成熟的风险投资，其完全成功率也低于 30%。因此，风险投资具有名副其实的高风险，当然，与高风险相匹配的是高收益。由于成功的高新技术往往使最终产品和服务达到前所未有的完美，因此，风险投资一旦成功，便可获得巨额利润。风险投资业的基本运行规律就是从成功的高新技术企业的高额利润中分享大大高

于银行利率的风险收益，来弥补失败项目的损失，损益相抵后的盈余就成为其盈利。美国在 1981~1986 年间，风险资本的平均年净增值率约为 23.8%，最高的一年达 37.2%，是股票投资平均收益的 2~3 倍。因此，与传统融资不同，风险资本是一种能够承担高风险的资金，它的这种特殊性是与高新技术项目开发的高风险性相匹配的。

（4）风险投资是一种主动参与管理的投资

风险投资公司不仅投入资金，而且还利用他们长期积累的经验、知识和信息网络帮助风险企业管理人员更好地经营企业，这是一种主动的参与性投资方式，因而由风险投资支持而发展起来的企业成长速度远高于普通同类企业。输出管理是风险投资有别于其他投资形式的一个显著特点，输出管理的核心是为风险企业提供增值服务。风险投资公司不刻意强调从股权架构上控股，而是希望投资后通过输出后续资源，推进风险企业迅速成长。输出管理涉及决策管理、财务管理、管理者加盟市场营销及信息资源的整合与利用等。

（5）风险投资依托专家理财

专家理财是风险投资行业重要的游戏规则，其原因：一是风险投资作为社会专业化细分的投资方式，其高风险是客观存在的。正因为是高风险投资，所以一般人都不会直接从事具体投资业务，而是委托专家进行职业化投资，以在投资过程中规避风险、锁定风险和理性投资。二是作为一个投资品种，风险投资在资本市场诸多的投资品种中的独特魅力是在于它的高收益性，而高收益的实现，凝结了大量职业投资家的心血、经验和教训，在这里，货币的作用与职业投资人活的生产要素的最佳结合，是其实现高收益的前提条件。三是风险投资的组织形式主要是有限合伙方式，在这种组织模式中，出资人的责任和职业投资人的责任是泾渭分明的。正是基于以上这些社会分工，依托行业投资人管理风险投资成为风险投资的

一个突出特点。

1.1.2 风险投资与经济发展

中国改革开放 20 多年来，在各个领域均取得了骄人的成绩，目前的首要任务之一就是要使经济获得高水平的发展，迎接新经济的挑战，尽快赶上发达国家的经济水平。

在过去的 20 年中，中国除了在经济上以持续高速增长令世人瞩目外，科学研究和科技成果转化也取得了巨大成就，解决了经济发展中的一些关键问题。在农业方面，每年取得重大农业科技成果 6000 多项，水稻旱育技术、紧凑型玉米、塑料覆盖物培植、ABT 植物调节剂等大批科技成果得到推广应用，有力地推进了农业生产的持续增长。在工业方面，由于推广应用了计算机辅助设计、电子数据交换系统、计算机集成制造系统等方面数万项科技成果，提高了中国工业设计能力和制造水平，在许多领域内达到或接近国际先进水平。

改革使得中国市场经济体制不断完善，并为过去 20 年的高速发展提供了动力和保障，但由于经济的内在结构失调和长期对科技投入不足等原因，使市场需求近几年持续不旺，经济发展速度放慢。在中国改革进程中，多年维持较高的经济增长速度，主要是靠资金和劳动力的投入，经济中的科技含量与世界经济发达国家相比仍存在较大差距。纵观发达国家与包括中国在内的发展中国家之间的差距，归根结底是知识的差距，是科技和科技投入的差距，是创新和创新能力的差距，是高科技人才拥有的数量和质量的差距。例如，在现代生物与医药技术方面，上海是我们国家重要的发展基地，而在技术和产业化进程上和国际先进相比，也落后 10~15 年。

虽然发展中国家的自然资源丰富，人口占全球大多数，但是世界上 90% 以上的科技投入、科技人员和科技活动却集中于发达国家，很多发展中国家全国的科技投入还不如发达国家一个企业的投

入多。中国作为一个拥有 13 亿人口的国家，如果技术和创新不能为经济发展提供不竭的动力，将无法缩小与发达国家之间的差距，在经济全球化的过程中将处于十分被动的地位。国内外的经验表明，要实现经济快速发展和国力的增强，必须建立创新机制，特别是在整个国家范围内建立一个完整的创新体系，即“国家创新体系”。江泽民总书记在 1999 年全国技术创新大会上指出：当今世界综合国力竞争的核心，是知识创新、技术创新和高新技术产业化。科技进步，作为中国可持续发展的根本途径，将成为 21 世纪中国发展的动力和方向。

随着经济环境 and 经济质量的巨大变化，中国原来的科技投入和成果转化体系已经远远不能满足未来经济持续发展的需要。国外的经验表明，在创新过程中的重要一环就是风险投资的介入。美国风险投资协会 1996 年的一项调查表明，受风险投资支持的企业在创造工作机会、开发新产品和取得技术突破上明显高于大公司，这些公司的成长推动着美国经济发展，增强了美国在世界上的竞争力。美国的技术领先在一定程度上取决于美国公司创造突破性产品和服务的能力，风险企业致力于研究和开发，在稳固美国技术的领先地位上起了关键作用。该项调查发现，这些公司在前五年中投入新技术和产品开发的资金平均高达 1220 万美元，科研开发预算增长率是（财富）五百强公司的 3 倍。1991~1995 年间，被调查的风险企业销售收入年增长率为 38%，同一时期《财富》五百强公司的销售增长率仅为 3.5%。风险投资推动了美国高新技术产业的形成和发展，也促成美国 20 世纪 90 年代中后期出现历史上第一次连续 9 年的低通胀、高增长的经济繁荣。因此，英国前首相撒切尔夫人指出：“英国与美国相比，并非落后在高新技术方面，而是落后在风险投资机制上，欧洲在风险投资方面落后美国 10 年。”日本学术界在反思日本经济近年来滑坡的原因时，也将其国际竞争力下降部分归于风险投资体系不健全。正是由于这种原因，《关于加快发展

我国风险投资事业的提案》成为我国政协 1998 年的第一号提案。

风险投资之所以能向创新项目进行投资，最重要的一条就是创新项目市场转化后会呈现高速增长并产生非常高的投资回报。这样，创新实现促使风险投资的高增长，风险投资又扶持创新实践的完成，使金融资本和产业资本在生产要素市场上有效地结合在一起，最终会给经济发展造成一种强大和持续的发展动力，刺激并保持经济的增长和更新。

1.1.3 风险投资的历史与现状

风险投资产生的历史最早可追溯到 15 世纪。最著名的例子莫过于西班牙国王斐迪南二世于 1492 年资助哥伦布探索新大陆的风险之旅。在没有得到资助前，哥伦布拜访了欧洲众多的“风险资本家”，请求他们投资这个当时看来极为荒谬的计划。得到西王的资助后，哥伦布组织了一支由三只船组成的船队，开始寻宝探险之旅。该计划结果获得巨大成功，哥伦布不仅发现了新大陆，还给西班牙带来了巨大的矿产资源，为后来西班牙称霸欧洲近 200 年奠定了基础。随着新大陆的发现和随之而来的远洋贸易的发展，以英国、西班牙和荷兰为首的欧洲国家的一批敢于冒险的投资者越来越多地投资远洋探险，使风险投资得到进一步发展。尽管如此，大部分风险投资活动都是散兵游勇，没有形成一个真正的产业。

风险投资由分散、混乱的状况变为一个系统的、有组织的产业是在第二次世界大战之后。随着电子科技的迅速发展，日益增多的大企业开始涉足开拓性投资，从事与高科技相关的新产品研制开发，与此同时，一些金融机构开始向这些新科技产品的企业提供资金，形成了最初的风险投资。1946 年，哈佛商学院教授乔治·F·多利奥和麻省理工学院校长卡尔·坎普敦联合当地商人在波士顿成立了第一个现代风险投资公司——美国研究与发展公司，真正意义上的风险投资才揭开了发展的序幕。这个公司当时的业务是向高风险

性、高技术性的新兴国防工业公司进行投资。在美国研究与发展公司成立时，因为机构投资者不愿以出资入股，公司的创立者不得不把它定位为一种向公众募集资金的封闭型基金。1956年，美国研究与发展公司做成了一笔自成立以来最成功的交易，即向奥尔逊领导的数字设备公司投入7万美元，1971年这7万美元的投资增值为3.55亿美元，年均投资回报率达到84%。

继美国研究与发展公司成立之后，又有一些风险投资基金按照类似的模式建立起来。1958年，第一家合伙制风险投资公司在美国诞生，在某种程度上使风险投资产业的发展有所加快，但总的来说，整个产业的发展步伐仍然非常缓慢。到20世纪60年代末70年代初，盟国全部风险投资机构累计筹集的风险资本总额只有几百万美元。但1978年以后，风险投资的发展出现了重大转折，开始步入快车道。带来这一变化的原因有四个方面：一是降低资本收益税率；二是美国劳工部重新解释雇员养老金证券投资法案，明确允许养老基金管理公司对高风险资产进行投资；三是20世纪70年代初期投入的风险投资大都获得丰厚利润；四是证券市场向新兴成长公司开放。受到这些利好因素的刺激，拥有雄厚资金实力的养老金开始向合伙制风险投资公司注入大量资金，从而推动美国风险投资产业在此后20多年中年均增长速度达两位数，是美国成为目前世界上最大的、机制最完善的风险资本市场。截至1999年底，美国共有风险投资公司1000多家，年均风险投资额达到400亿美元。

步美国的后尘，欧洲的风险投资开始于20世纪60年代末，目前欧洲风险资本市场无论从规模方面还是从制度建设方面都处于世界第二位。据欧洲风险投资协会统计，1999年，欧洲所有风险投资基金共筹集资金254亿欧元，比1998年的22亿欧元增长了25%；风险投资总额也从1998年的145亿欧元增加到251亿欧元，增长了74%；投资项目数量达到11253个，比1998年上升47%。

其中，英国的风险投资处于欧洲的领导地位，1999 年其风险资本融资总额达到 99 亿欧元，比 1998 年增长 39%，约占欧洲当年全部风险资本融资量的 35%。从单个国家排名情况看，英国是仅次于美国的世界第二大风险资本市场。如按风险资本占本国 GDP 的比重进行比较，英国位居世界第一。英国风险投资的快速发展时期在 20 世纪 80 年代。当时英国经济发展比较强盛，创业环境得到改善，并建立了创业板股票市场。英国的风险投资之所以位居欧洲之首，与英国拥有欧洲最发达的股票市场——伦敦股票交易所——有很大关系。法国的风险投资产业从投资的绝对量上看居欧洲第二。进入 20 世纪 90 年代以来，法国的风险投资产业发展比较平稳，预示着该产业已进入比较成熟的阶段。1999 年，法国风险投资融资总额为 43 亿欧元，增长率仅为 17%；德国风险投资产业的发展与它的经济实力相比，显得相对落后。1997 年，德国只有不足 100 家风险投资机构，1999 年该国风险资本的融资总额为 38 亿欧元。德国风险投资之所以发展缓慢，根本原因是德国的资本市场主要以银行为中心，股票市场对资本的配置处于次要地位。

日本也是风险投资成效卓著的国家之一，20 世纪 60 年代末由于受美国风险投资的影响，日本民间首先涉足风险投资领域。但由于经验不足等原因，在石油危机的打击下，不少风险投资公司昙花一现，相继倒闭或解散。日本风险投资的发展经历 20 世纪 70 年代后期、1983 年至 1986 年间、1993 年以来三次热潮。据不完全统计，目前日本已拥有较大的风险投资公司 40 多家，股东大部分是银行、保险公司、证券公司和一些大企业。1980 年，全日本的风险投资仅为 1 亿日元，到 1996 年底，日本的风险投资规模突破了 150 亿日元大关。据统计，目前大阪、京都、神户、名古屋、横滨等一些大城市都先后成立了大小不一的风险投资公司，总数达 100 多家。1997 年的亚洲金融风暴，使日本的风险投资业受到了打击。1997 年风险投资公司投资的企业，其股票上市的共有 422 家，比

1996 年减少了 18%，同时，被投资企业倒闭数量也剧增，投资资本损失为 1996 年的 3 倍。风险投资公司的处境促使日本的投资机构开始调整投资策略，其战略转移的重点就是重视行业的选择，瞄准高新技术企业。

加拿大、澳大利亚、以色列、韩国、中国台湾省和香港特别行政区等国家和地区的风险投资产业也相继建立，并对全球风险投资市场产生了一定影响。

中国风险投资的探索开始于 1985 年成立的中国高新技术创业投资公司，以后一些地方也成立了类似的科技创业投资公司或科技投资基金，一些以外资为基础的风险投资公司也于 20 世纪 90 年代初开始进入中国，这些公司虽对我国高新技术的发展做出了一定贡献，但由于体制和机制上存在许多问题，环境条件又不成熟，难以按风险投资的特点进行运作，有的主要经营信贷或担保业务，有的从事单项投资后无法脱资，有的甚至违规经营，从事高利贷、炒股票、期货和房地产业务，造成巨额亏损，以致倒闭。应当说，中国早期的风险投资由于条件和环境的局限，并没有得到健康的发展，却暴露出了许多不规范的问题。

近两年来，由于我国科技界人士急需将其创新成果转化为产品，企业界人士试图开拓新产品市场，金融界人士谋求开发有效的投资工具，而国家则需要调整经济结构，大力发展高新技术产业，从而形成了对风险投资的客观要求。因此，民建中央在 1998 年全国政协九届一次会议上提出《关于加快发展我国风险投资事业》的提案被全国政协列为“一号提案”，受到了各界人士的关注，在国内引起了较大反响。从那时起，风险投资已逐渐成为一个热门话题，各有关方面都在积极地策划，并已经采取了一些具体行动。为了发展以高新技术企业为龙头的风险投资业，国家相继出台了有关制度框架，为利用和推动风险投资提供了依据。1999 年 11 月 16 日，科技部、国家计委、国家经贸委、财政部、中国人民银行、国

家税务总局和中国证监会联合发布了《关于风险投资机制的若干意见的通知》。该通知就现阶段我国风险投资体制建立的意义、建立风险投资机制的基本原则、风险投资主体的培育、建立风险投资撤出机制、完善中介服务体系、加快建立健全鼓励和引导风险投资的政策和法规体系等方面进行了比较明确的阐述和说明。此举标志着我国风险投资相关制度框架已经初步构建成功，为尽快设立风险投资机构，建立风险投资机制，推动风险投资业的发展提供了操作依据。

据不完全统计，截至 1999 年底，中国风险投资公司已有 92 家，注册资本达到 74 亿元人民币，据估计，到 2000 年底这两个数字分别为 100 家和 80 亿元人民币。1999 年我国在经历十年的探索后，出现了一股风险投资热。首先在舆论上很热，因为政府和企业对科技创新提升经济发展寄予厚望，各种媒体对风险投资给予强劲地支持并予以大量地报道。其次，方方面面面对风险投资产生了很大兴趣，特别是新兴产业更是表现出渴望的激情，要求参与和引进风险投资的机构和企业越来越多。此外，上市公司重组也开始吸收科技企业。目前，中国风险投资已进入一个相对良好的发展时期，让风险投资快速进入高新技术企业的实质运作，让科技企业真正获得风险投资，让投资者真正获得丰厚的回报已成为多方关注的焦点。

纵观风险投资 50 多年的发展历程，经历了“低潮—高潮—再低潮—再高潮”的波浪式发展历程。进入 20 世纪 90 年代中后期，风险投资出现了蓬勃发展的生机，其发展势头呈现愈演愈烈的趋势。最近几年的风险投资与 20 世纪 80 年代以前的风险投资有很大不同，主要反映在以下几个方面。

越来越注重增值服务。随着风险资本的不断增长和风险资本市场不断完善，创业者融资变得越来越容易，创业者已不再是风险资本市场中的被动者，不但风险投资公司有权利选择创业者，同样，创业者也有权利选择风险投资公司，他们不仅希望从风险投

资公司获得资金，更希望从风险投资公司获得增值服务，因为，风险企业要想获得快速增值，仅仅依靠资金和技术是不够的，还必须要有良好的管理。因此，创业者选择风险投资公司时，越来越注重对风险投资公司管理能力的考察，而不像以前那样只关心能否融到资金。

风险投资逐渐呈专业化趋势。近年来，某一个风险投资公司全方向信息技术、生物技术、新材料、环保技术等领域投资的做法越来越少，行业多元化投资策略已不再是风险投资业的主流，大部分风险投资公司更倾向于采用行业专业化投资策略，即把业务集中于某一产业中的一个行业。即使部分风险投资公司仍然会向多个产业进行投资，但其范围也仅集中于这些产业的某一个专门领域。这是因为，随着科学技术的发展，在行业间技术交叉渗透的同时，行业分工也越来越细化，一般的风险投资公司不可能熟悉多个行业技术及行业的发展趋势。

晚期投资比重越来越大。风险投资对象可以划分为种子期项目、导入期项目、成长期项目和成熟期项目四种类型。一般将种子期和导入期投资称为早期投资，将成长期和成熟期投资称为晚期投资。在过去，风险投资主要集中于早期阶段，而最近几年，越来越多的风险投资公司开始向处于成熟阶段的企业进行投资，晚期投资的数量近几年每年都有大幅度增加，但对新成立的企业的投资额并未出现等比速度的增长。据统计，在目前所进行的风险投资过程中，早期投资只占风险投资额的 5%。

1.2 风险投资研究综述

关于风险投资的研究，与风险投资的产生和发展相生相伴，近二十年来一直是学术界的热门研究课题。风险投资的研究领域比较广泛，主要的研究领域有风险投资公司、风险投资运作过程、风险

投资监控、风险投资退出及风险投资环境等。

1.2.1 关于风险投资公司

在国外，关于风险投资公司的研究主要集中在风险投资公司的组织形式、投资者与风险投资家之间的信息不对称与道德风险、风险投资家的报酬机制及风险投资战略等方面。

Sahlman (1990 年) 的研究表明，20 世纪 80 年代后期，美国风险投资公司的典型组织形式之所以主要采用有限合伙制，这在很大程度上是因为养老基金、大学和慈善机构等投资者为免税实体，这一结构保证了他们的免税地位。这类机构的数量在 1978 年资本所得税改革和（雇员退休收入保障法）（即《ERISA 法案》）修改后，有了极大的增加，在 20 世纪 80 年代后期已经占美国风险投资来源的 80% 左右。关于投资者和风险投资家之间的关系，Sahlman 发现，投资者和风险投资家签订的合伙契约中，通常包括一些限制风险投资家某些行为的内容，同时规定风险投资家要承诺向投资者提供特定的信息，以保护投资者的利益不受损害，风险投资家的报酬一般是采用管理费加利润分成的办法。Barry 等人(1990 年) 的研究发现，作为代理人，风险投资家通常负责风险投资项目的业绩评价，该业绩将作为投资者衡量风险投资家业绩并确定其报酬的依据。但是，风险投资为长期投资，可能需要若干年才能退出而实现其业绩，这给投资项目业绩的评价带来了较大的困难。为此，美国风险投资协会于 1993 年引入了一套业绩评价指南供其会员参考使用。

Murray (1995 年) 对美国和日本的风险投资公司作了比较研究，发现两国的风险投资公司的投资动机有明显不同。美国的风险投资公司通常采取“项目战略”，以寻求直接投资报酬，而日本的风险投资公司通常采取“期权战略”，投资的主要目的是为了得到获取新技术的机会。通过初始投资，风险投资公司取得获得和实施

新技术的潜在权利或称“期权”。

Hellmann (1998 年)指出,由于信息不对称,风险投资家和投资者之间存在一个学习过程。成功的公开上市成为反映风险投资家能力的一个信号,公开上市机制也成为风险投资家与投资者之间的信号传递机制。在这个意义上,也可以较好的理解有限合伙这种组织形式为什么成为主流的合同形式。

中国在这方面的研究主要集中于风险投资的运作主体、风险投资公司的组织形式和风险投资公司现状分析等几个方面。

关于风险投资的运作主体,主要涉及政府是否直接参与风险投资的运作过程。刘惠兵等人(1999 年)认为,受我国传统文化、市场体制的影响,居民大多数没有投资经验,缺乏风险承受能力,又缺乏示范效应,风险投资难以仅靠市场调节,政府应充分发挥其“看得见手”的作用,由政府出面组建风险投资公司并成为风险投资的经营主体。张丽云(1997 年)、张陆祥(1999 年)、潘冬民(1998 年)等人认为,政府应尽职而不应越位,应在市场机制原则下发挥作用,对风险投资的支持最好的方法是制定法规、培养人才,包括制定政策、创造环境、控制风险,营造创新氛围,而不是直接出资或对企业事务的直接管理,风险投资应社会化,以民间投资为主。陈超(1999 年)、陈晓悦等人(1999 年)主张,适合我国国情的风险投资发展模式应是政策性和商业性多元化的投资注入模式,构造全方位、多层次的风险投资公司网络体系,包括政策性龙头风险投资公司、产学研式风险投资公司、大企业集团附属风险投资公司、基金型风险投资公司、一般风险投资公司等。并提出了分阶段发展我国风险投资的建议,即以政策性风险投资公司为主的第一阶段,以政府、民间风险投资结合的过渡阶段,以商业风险投资公司为主体的成熟阶段。

在风险投资公司组织形式这一问题上,争议较大。国家计委经济协调司及姚长辉等人(1998 年)主张采用公司制,认为有限合

伙制虽然有许多优点，但缺乏约束，而且我国不具备实行合伙制的条件，在我国只能实行公司制，这种形式有法律基础，具有永久性，符合风险投资的特点，股份公司形式有利于筹集资金，比较透明，道德风险低，股东参与管理有利于决策的科学合理。徐华、武文生(1999年)主张采用有限合伙制，认为有限合伙制具有激励内置化、道德风险极弱化、税赋节约等特点，虽然在我国推行会遇到一定困难，但风险投资实践表明，公司型风险投资公司在运作中也存在一定困难，如公司法规定有限责任公司对外投资规模不能超过净资产的50%。刘德学、樊治平等人(2001年)认为，在实现有限合伙制条件不成熟时，我国风险投资发展可分为两个阶段，即以公司制为基本形式的第一阶段和有限合伙制实现的第二阶段。

关于中国风险投资公司的现状与存在问题的研究，论著颇多，例如李晟(1999年)、黄海(1999年)等，其观点基本一致，这里不再赘述。

1.2.2 关于风险投资运作过程

关于风险投资运作过程的研究主要涉及投资项目的筛选、价值评估、交易构造、投资退出、投资监控等几个方面。

关于风险投资公司在筛选项目时所采用的标准，Amit等人(1986年)指出，无论何时进行风险投资，风险投资公司总是面临着逆向选择，逆向选择的存在可能导致对投资项目做出错误的判断。他们还指出，一般能力较差的风险企业家可能会接受能力较强的风险企业家不愿意接受的报价。Tyebjee等人(1984年)的研究表明，如果风险企业家对行业状况比较熟悉，风险投资公司一般可以根据风险企业家的个人性格特征和过去的经历对项目将来成功的可能性做出判断。Sweeting(1991年)指出，英国的风险投资公司在选择早期阶段的风险投资项目时，对风险企业家特别关注，其目的是为了减少逆向选择。

Bruno 和 Tyebjee(1985 年)、MacMillan(1985 年)、Norton 和 Roure 等人(1993 年)以美国的风险投资为基础进行了较为深入的研究,其研究结果表明,风险投资公司试图采用统一的标准作为筛选项目的依据,但从实际情况来看,不同风险投资公司针对不同阶段的投资项目筛选标准不尽相同。MacMillan(1985 年)的研究还显示,在筛选投资项目时,风险投资公司采用的最主要的标准是风险企业家的性格和经验,其次为市场、产品和企业战略。与 MacMillan(1985 年)不同,Admati 和 Pfleiderer(1994 年)的研究结果显示,风险投资家更关心产品的市场接受程度,而对潜在的投资报酬率和快速退出的关心在下降。Landstom(1994 年)对欧洲风险投资的研究得出了类似的结论。Block 和 MacMillan(1993 年)的研究认为,如果创业的目的在于追求超优业绩,则企业家的经验尤其是行业经验,在选择投资机会时应是予以考虑的重要资源。上述研究在提供有价值成果的同时,也经常遭到一些批评。例如,他们的研究主要以早期阶段的风险投资为基础,而忽略了晚期阶段的风险投资;均没有考虑不同标准之间的权衡;他们普遍采用的是问卷调查法,而这种方法往往会产生信息错误或遗漏,等等。

针对这些批评,Barry(1994 年)用涵盖了所有投资阶段的案例,详细分析了风险投资公司在筛选项目时所采用的标准,得出的结论是:在对投资项目进行审慎调查之前的项目筛选阶段,风险投资公司经常采用的基本标准包括项目的新颖性和增长潜力,管理团队的业绩和管理技能、获得高额回报和快速退出的可能性。Wright 和 Robbie(1996 年)强调指出,在筛选项目时风险投资公司必须要在不同的标准之间进行权衡,这是以前的研究没有涉及到的,其结论是:在一个项目不能全方位地满足风险投资公司的择项标准时,风险投资公司倾向于选择有比较好的管理团队和产品市场前景的项目。

中国学者在风险投资择项指标体系的研究方面,也取得了卓有成效的研究成果。马杨(1999 年)提出了由公司情况、公司人员

及合作者、产品技术、产品市场、财务等 5 大类，41 个指标构成的指标体系。周乃敏（1999 年）提出了包括环境评价、风险性评价、经济效益评价 3 个子系统 50 项因素的综合评价指标体系。另外，还有从高新技术项目和高新技术企业角度研究并建立项目评价指标体系的研究成果，这些研究成果与风险投资项目选择的指标体系具有较大的相关性。

关于会计信息和非会计信息在筛选项目中的使用问题，Wright 等人（1987 年）的研究显示，风险投资公司特别关心风险企业的价值和未来可能获得的投资报酬。他们指出，风险投资公司在关心会计信息的同时，还试图对拟投资项目业务的各个方面进行全面了解，比较重要的是财务敏感性分析、通过与有关人员交谈了解非公开信息。这与 Arnold 和 Moize（1984 年）等人的一些早期研究成果有较大出入。Elango 等人（1995 年）、Fried 和 Hisrich（1994 年）、Carter 和 Van Auken 等人（1994 年）的研究表明，关于非会计信息在筛选项目中的使用，随投资阶段的不同而有所不同。晚期阶段的投资者似乎更关心产品的市场接受程度，而早期阶段的投资者似乎更关心产品的市场成长性，特别对于那些以技术为基础的项目更是如此。Zahra（1995 年）采用了一种实时试验方式对风险投资家的投资决策过程进行了研究，发现风险投资公司对其自身如何决策并没有深刻的理解，他们的实际决策程序与自己想象的决策程序有显著差别。此外，他们还发现信息的数量和类型会极大地影响决策的准确性，令人吃惊的是，所能获得的信息越多，风险投资公司决策的准确度越低。

Hustedd 和 Pulver（1992 年）在关于中介机构在项目筛选中作用的研究方面做出了较为突出的贡献，他们考察了不同类型的风险投资中介机构，研究结果显示，那些不通过中介机构咨询的风险企业家融资的成功率是较低的，如果他们以银行、公共机构、大学作为中介，失败的几率也较大，Hustedd 和 Pulver 的研究对象是早期

阶段的风险投资。Murray 和 Wright (1996 年) 对晚期阶段投资的研究显示, 中介机构在比较小的项目的融资中发挥了极为重要的作用, 而在大项目的融资中并非如此。

关于风险投资项目价值的评估, Wright 和 Robbie (1987 年) 的研究表明, 一般由风险企业管理层及其咨询机构和风险投资公司分别或共同进行, 评估所依据的信息是风险企业家在其业务发展计划中所提供的信息; 采用的评估方法各有不同, 主要的方法是贴现现金流量法和投资分析法, 对于晚期阶段的投资项目主要采用投资分析法。无论采用何种方法, 均是以对项目将来可能的业绩为基础的。Murray (1991 年) 和 Dixon (1991 年) 对内部报酬率法应用情况的研究表明, 在采用这一方法时都考虑了风险投资项目的特殊性, 即在考虑风险后对可接受的内部报酬率进行了调整。Murray 和 Lott (1995 年) 进一步的研究显示, 对于风险较高的以高技术为基础的项目, 由于它们比晚期投资具有更高的风险, 在评价这类项目时普遍采用了较高的目标报酬率。刘德学和樊治平等 (2000 年, 2002 年) 针对风险投资项目的特点先后提出了修正净现值法和风险型决策法, 赵秀云等人 (2000 年) 构建了风险投资项目投资时机的选择模型, 茅宁 (2000 年) 探讨了产品价格分别服从几种情况均值回复过程和一般随机过程的净现值计算方法, 范龙振等人 (2000 年) 提出了基于期权定价的改进净现值方法, 这些方法分别适用于不同类型风险投资项目的价值评估。

尽管投资结构对风险投资公司可能获得的报酬有较大影响, 但关于投资结构的早期研究成果并不多见。关于投资结构的一个重要问题是投资工具的选择。Norton 和 Tenebaum (1993 年) 在这方面的研究表明, 风险投资公司更愿意采用优先股投资, 他们还考察了投资结构、投资阶段及风险投资公司类型之间的联系, 他们发现投资单一化的小型风险投资公司以普通股权投资较多, 另外还发现采用优先股投资并不随着项目风险的加大而增多, 也没有证据表明采